

专题研究

2021 年 4 月 28 日

中诚信国际

宏观利率

货币政策逐步完成从宽到稳转向 收益率波动上行高点或为 3.3%

——货币政策及利率债一季度回顾与展望

目录

一、一季度政策与基本面回顾	2
二、一季度利率债回顾	5
三、货币政策展望	9
四、利率债展望	9

联络人

作者

中诚信国际研究院

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

王晨 010-66428877-397

chwang01@ccxi.com.cn

相关报告:

3.65 万亿新增专项债额度落地,扰动有限 3 月收益率或稳中略升——2 月利率债运行分析及展望, 2021 年 3 月 5 日

央行缩量操作流动性大幅收紧,短期看收益率存小幅回调可能——1 月利率债运行分析及展望, 2021 年 2 月 9 日

货币政策由宽转稳利率债发行放量,收益率或于三季度逐步筑顶至 3.5%——利率债 2020 年回顾与 2021 年展望, 2021 年 1 月 18 日

信用风险释放债市短期调整,后续收益率仍存在回调空间——11 月利率债运行分析及展望, 2020 年 12 月 10 日

资金面偏紧流动性分层加剧,收益率短期上行动力或不足——10 月利率债运行分析及展望, 2020 年 11 月 4 日

主要观点

- ◆ **一季度货币政策与流动性回顾: 政策已逐步“转弯”, 流动性边际收紧**
 - **货币政策: 政策或已完成初步转向, 稳健基调下注重灵活精准、合理适度。**伴随国内经济持续回暖, 货币政策自去年下半年起开始由“宽货币”向“稳货币”转变, 目前或已完成初步转向, 一季度整体维持稳健基调, 更加注重灵活精准、合理适度。
 - **货币市场利率: 央行操作以稳为主, 资金利率中枢同比小幅上行。**一季度央行公开市场操作较为谨慎, 连续多日小额投放资金, 逆回购投放多位于 100-200 亿之间, 整体净回笼资金 5505 亿元; 货币市场利率中枢同比小幅上行, 1 月下旬大幅上行后快速回落, 随后维持平稳运行。
- ◆ **一季度利率债回顾: 地方债缩量、国债和政金债持续扩容, 收益率先升后降**
 - **一级市场: 利率债发行规模同比回升, 发行利率环比下降。**国债、政策金融债发行节奏加快带动利率债整体发行规模增长, 但地方债由于今年提前下达新增额度较晚, 一季度发行规模同比大幅回落; 利率债发行利率较去年四季度下行, 短端下行幅度高于长端。
 - **二级市场: 交易规模同比回落, 收益率先升后降。**一季度, 在地方债发行大幅缩量、央行操作较为谨慎的背景下, 债市交投情绪较为冷淡, 利率债整体交易规模较去年同期下降 9.63% 至 28.31 万亿元, 地方债交易规模降幅较高。收益率大致呈先升后降走势, 整体小幅上行, 10 年期国债收益率较去年末上行 4.58BP 至 3.1887%。
- ◆ **货币政策与流动性展望: 货币政策延续稳健中性基调, 操作注重精准调节**
 - **货币政策坚持国内优先原则, 经济延续修复下不会出现明显调整, 仍将维持稳健基调。**海外环境对我国影响相对有限, 我国货币政策仍将坚持国内优先的原则; 在经济延续修复仍存在结构性问题的背景下, 货币政策调整动力不足, 仍将延续稳健基调, 继续注重结构性精准导向。货币政策操作上, 未来央行将更加注重政策操作的精准性和有效性, 或通过灵活开展公开市场操作的方式精准调节流动性、呵护资金面稳定。
- ◆ **利率债展望: 利率债将迎供给高峰, 年中或现收益率拐点、或在 3.3% 附近**
 - **发行规模预测: 年内利率债或仍有 15 万亿待发, 二、三季度或迎来供给高峰。**利率债全年发行规模或近 19 万亿, 年内剩余规模或仍超 15 万亿, 二、三季度在地方债集中发行的带动下或将迎来供给高峰。分类别看, 国债全年或发行 6.5 万亿元, 年内剩余 5.06 万亿元; 政策金融债全年或发行 5.23 万亿元, 年内剩余 3.66 万亿元; 地方债全年或发行 7.02 万亿元, 年内剩余 6.63 万亿元, 二、三季度地方债发行节奏或有所加快。
 - **收益率走势: 二季度或逐步筑顶至 3.3% 左右, 下半年存在回落可能。**二季度, 经济数据或继续向好, 地方债集中发行下流动性压力或较一季度进一步加大, 债市收益率整体或逐步筑顶至 3.3% 左右。下半年在基本面出现拐点、流动性扰动持续加大、信用风险仍有释放压力等因素作用下, 货币政策操作或较上半年边际小幅放松, 收益率或止升转降。

VISIT...

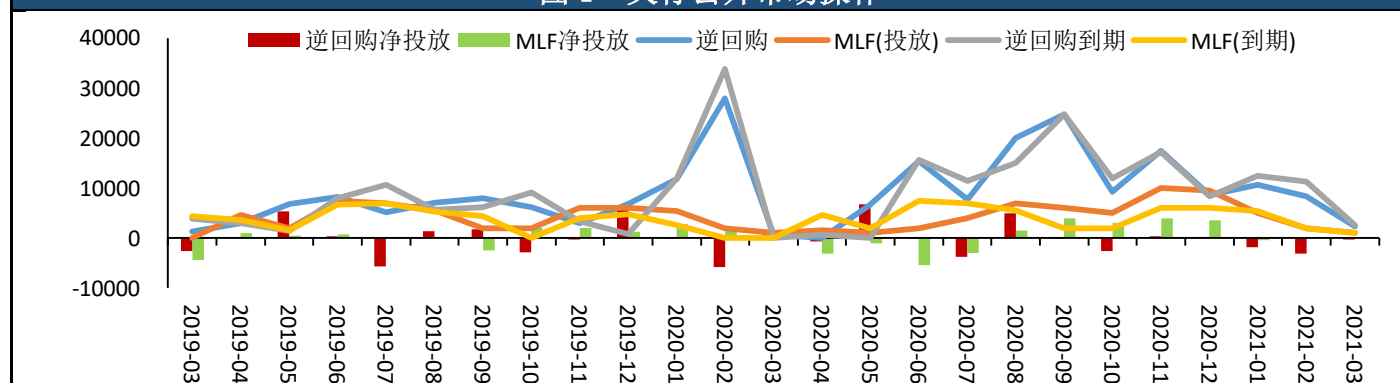
LANZAROTE
Caliente.COM

	效，保持宏观杠杆率基本稳定；加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持。
2021年3月5日	《2021年政府工作报告》中指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系；保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定；优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。
2021年2月8日	央行发布《2020年四季度货币政策执行报告》，强调稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。
2021年1月15日	国务院金融统计数据新闻发布会指出，货币政策坚持国内优先的原则；一方面，保持宏观政策的连续性、稳定性和可持续性；另一方面，要完善金融监管体系、健全宏观审慎管理、持续提升系统性风险防控能力。2021年货币政策要稳字当头，不急转弯，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好时度效。

（二）货币市场利率：央行操作以稳为主，资金利率中枢同比小幅上行

一季度央行公开市场操作较为谨慎，连续多日小额投放资金，逆回购投放多位于 100-200 亿之间，整体净回笼资金 5505 亿元。具体来看，受去年 11 月债市信用风险事件影响，央行在去年 11-12 月加大公开市场操作力度，跨年时点资金面相对宽松；但在宏观政策“要转弯”以及房市楼市过热的背景下，央行开始收紧流动性，1 月公开市场净回笼资金超 2000 亿元；进入 2 月，央行公开市场操作仍较为谨慎，受就地过年影响，今年春节取现需求有所降低，央行虽加大操作力度、连续 3 个工作日投放 14 天逆回购以维护跨春节资金面稳定，但整体投放规模仍不及市场预期，且明显低于季节性，净回笼资金 3040 亿元；3 月，央行操作以稳为主，基本维持单日 100 亿元逆回购投放，并精准对冲 1000 亿 MLF 到期，整体小额回笼资金 300 亿元，回笼规模较 2 月减少 2740 亿元。一季度整体看，央行公开市场净回笼资金 5505 亿元，较去年四季度净投放 8400 亿元大幅减少近 1.4 万亿元，较去年同期抗疫情、稳增长背景下的净投放 530 亿元大幅减少 6035 亿元，其中通过逆回购操作净回笼 5100 亿元、MLF 操作净回笼 405 亿元。

图 1 央行公开市场操作



数据来源：中诚信国际整理

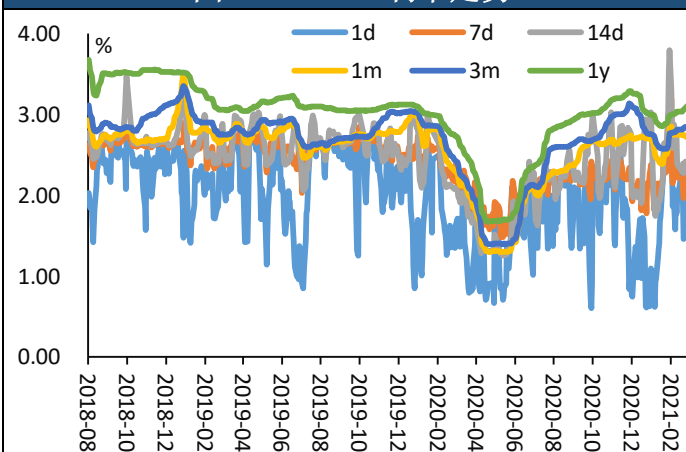
一季度货币市场利率中枢同比小幅上行，隔夜上行幅度相对较高，各期限利率 1 月下旬大幅上行后快速回落、短端波动程度相对更大。具体来看，跨年时点资金面相对宽松，1 月上半月央行公开市场操作虽净回笼资金，但元旦后资金需求相对较低，叠加政策“不急转弯”背景下市场宽松预期，资金利率整体较为平稳；进入 1 月中下旬，央行小幅缩量续作 MLF、春节前流动性未如期投放引发市场担忧情绪，叠加缴税等因素扰动，资金面边际收紧，资金利率大幅上行，R007 和 DR007 分别突破 4.83% 和 3.17%，创 2019 年以来新高；2 月初，在央行加大公开市场投放力度的背景下，资金利率快

速回落；随后，央行公开市场操作以稳为主，资金利率平稳运行，R007 和 DR007 围绕 2.20% 水平（7 天逆回购利率）波动，振幅较此前有所收窄。一季度 R007 中枢为 2.41%，较上一季度小幅下行 9.29BP、较去年同期小幅上行 8.18BP；DR007 中枢为 2.21%，较上一季度小幅上行 4.48BP、较去年同期上行 9.36BP。LPR 报价方面，3 月 LPR 最新 1 年期报价、5 年期报价分别为 3.85%、4.65%，连续 12 个月持平；1 年期报价与相同期限 AA+ 级企业债利差较 2 月小幅走阔 9.29BP 至 57.63BP，5 年期利差小幅走阔 3.43BP 至 60.30BP。根据央行一季度金融数据发布会披露，2021 年 2 月企业贷款利率为 4.56%，较改革前的 2019 年 7 月下降 0.76 个百分点，创有统计以来最低水平，LPR 传导机制下，降低贷款实际利率成效有所显现。

表 2：货币市场利率变化

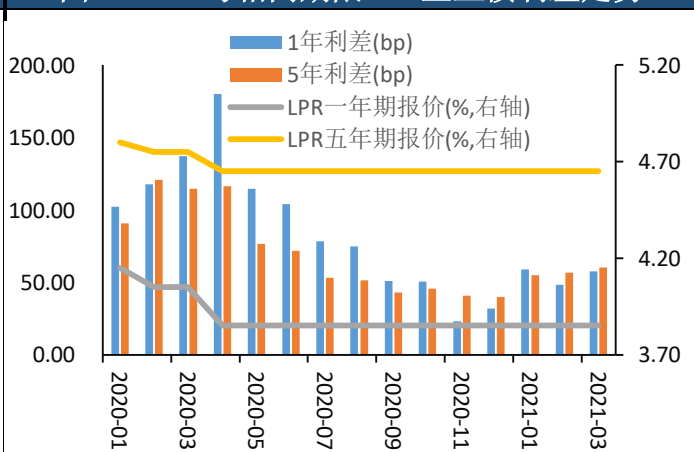
	时间	隔夜	1 周	2 周	1m	3m	6m	9m	1 年
shibor	2021/3/31	2.124	2.251	2.478	2.542	2.635	2.798	2.941	3.080
	较上月末变化 (BP)	3.2	3.7	15.0	-17.7	-19.8	-10.2	-6.6	-2.4
	较去年末变化 (BP)	103.1	-13.0	-54.7	-16.0	-12.1	-4.0	0.2	8.0
	较去年同期变化 (BP)	51.0	10.4	62.4	71.5	70.2	76.5	80.1	83.0
银行间 同业拆 借	2021/3/31	2.237	2.956	2.955	3.162	4.024		3.750	
	较上月末变化 (BP)	9.6	49.0	-0.4	-25.8	-22.9			
	较去年末变化 (BP)	89.3	40.3	-13.6	-194.4	44.6			
	较去年同期变化 (BP)	54.8	64.6	101.3	-17.4	86.1			
银行间 质押式 回购	2021/3/31	2.393	2.671	2.680	2.915	2.680	5.400		
	较上月末变化 (BP)	18.1	30.5	21.4	-48.1	-112.0	220.0		
	较去年末变化 (BP)	93.8	7.7	-23.6	-40.1	-382.0			
	较去年同期变化 (BP)	62.7	17.6	38.1	-11.0	22.8			
存款类 机构质 押式回 购	2021/3/31	2.095	2.286	2.392	2.600	2.680			
	较上月末变化 (BP)	-1.9	7.2	5.8	16.6				
	较去年末变化 (BP)	99.4	-17.1	-53.8	-46.0				
	较去年同期变化 (BP)	49.1	19.1	53.2					

图 2 SHIBOR 利率走势



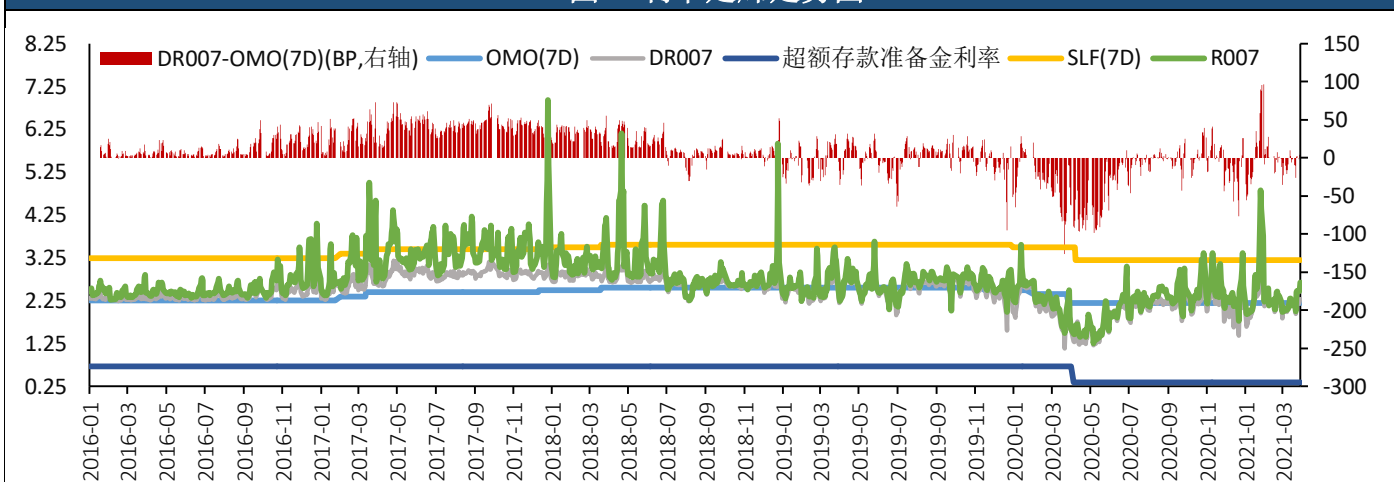
数据来源：中诚信国际整理

图 3 LPR 与相同期限 AA+ 企业债利差走势



数据来源：中诚信国际整理

图4 利率走廊走势图



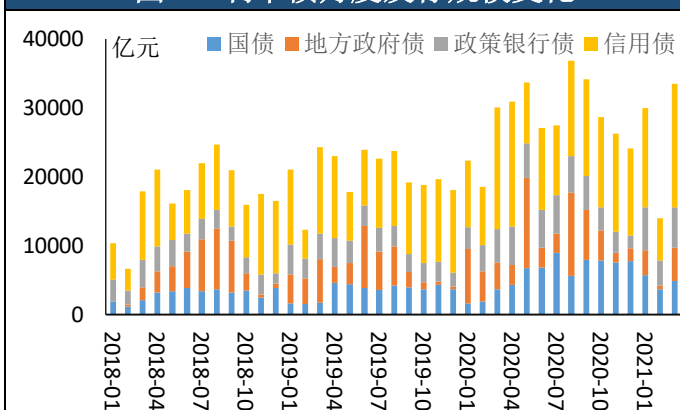
数据来源：中诚信国际整理

二、一季度利率债回顾：地方债大幅缩量、国债和政金债持续扩容，收益率先升后降

（一）一级市场：利率债发行规模同比回升，发行利率环比下降

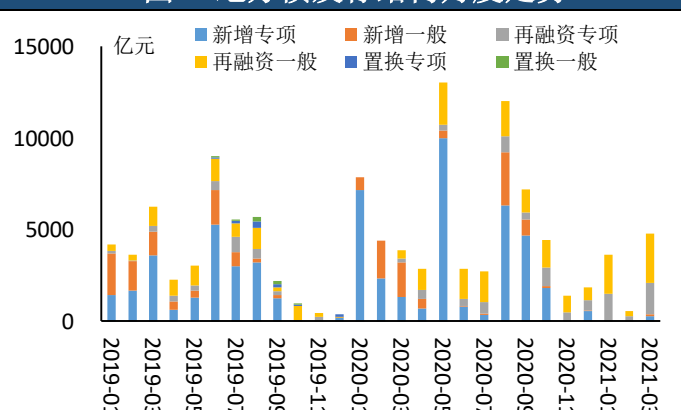
国债、政策金融债发行节奏加快带动利率债整体发行规模增长，一季度利率债发行规模较去年同期增长 10.58%至 3.90 万亿元。分类别看，国债发行规模较去年同期增长 96.05%至 1.44 万亿元，地方政府债发行规模下降 44.42%至 8951.10 亿元，政策银行债发行规模增长 32.33%至 1.57 万亿元。但地方政府债方面，由于今年提前下达新增额度较晚，新增地方债于 3 月才启动小幅发行，一季度地方债同比大幅回落，细分看，新增专项债、新增一般债发行规模分别为 264 亿元、100 亿元，同比分别大幅下降 1.06 万亿元、4494.98 亿元；再融资专项债与再融资一般债一季度分别发行 3476.58 亿元、5110.52 亿元，分别较去年同期增长 3265.54 亿元、4640.31 亿元；截至三月底仍未有置换债发行。

图5 利率债月度发行规模变化



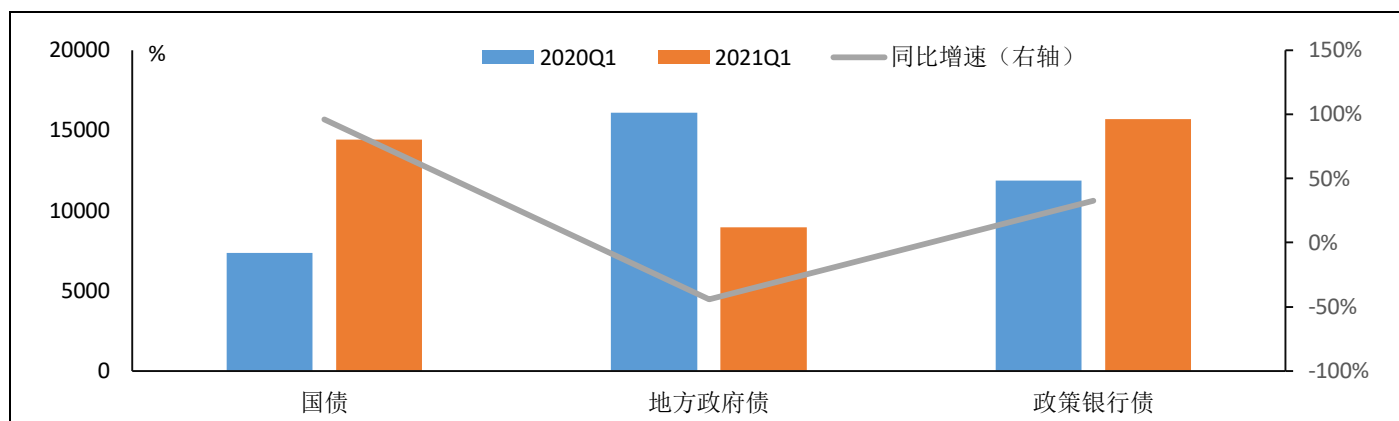
数据来源：中诚信国际整理

图6 地方债发行结构月度走势



数据来源：中诚信国际整理

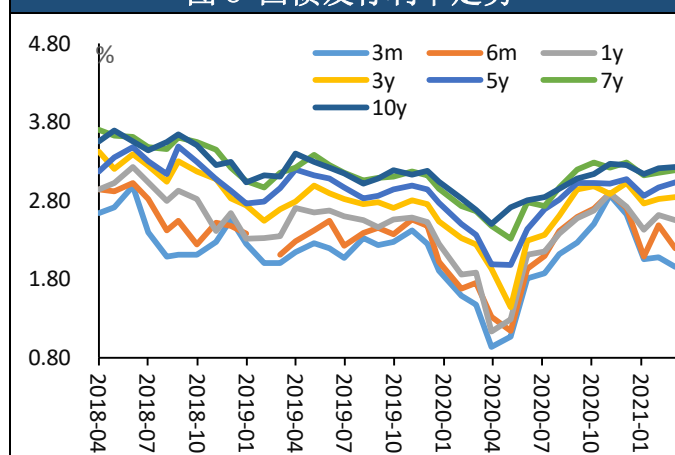
图7 利率债发行规模比较



数据来源：中诚信国际整理

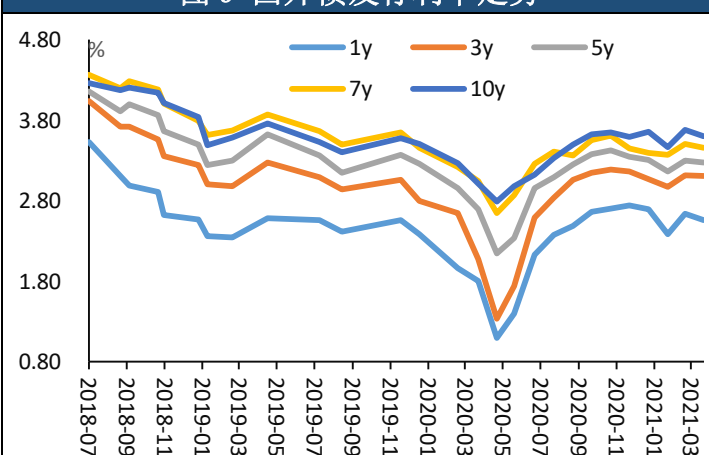
发行利率较去年四季度下行，短端下行幅度高于长端。一季度，各期限国债月度平均发行利率均环比下行，平均下行幅度 24.80BP，短端下行幅度高于长端，10 年期国债发行利率小幅下降 2.94BP 至 3.19%；从同比来看，各期限国债利率同比上行，平均上行幅度 41.74BP。各期限国开债月度平均发行利率环比下行，平均下行幅度 9.24BP，1 年期下降幅度较高、降幅为 18.64BP。地方债利差环比收窄 8.54BP 至 14.66BP、同比收窄约 12.21BP。

图 8 国债发行利率走势



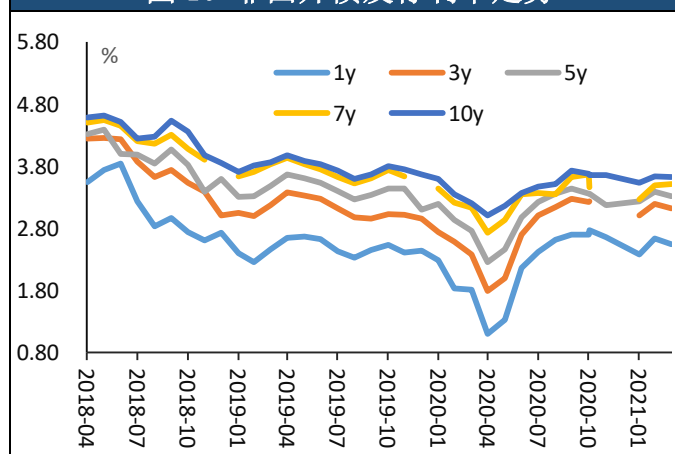
数据来源：中诚信国际整理

图 9 国开债发行利率走势



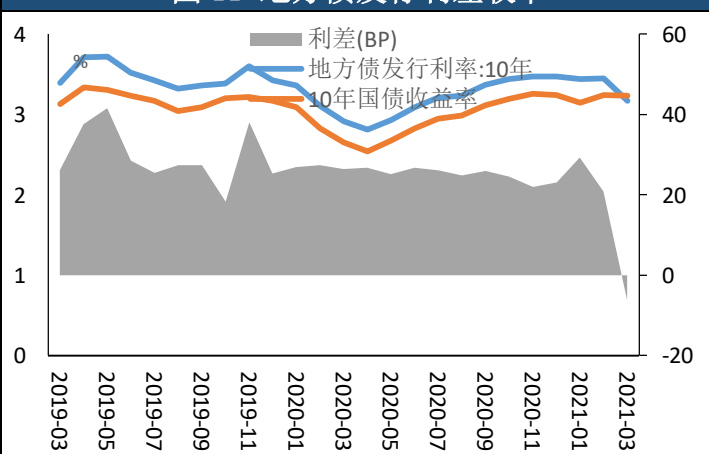
数据来源：中诚信国际整理

图 10 非国开债发行利率走势



数据来源：中诚信国际整理

图 11 地方债发行利差收窄

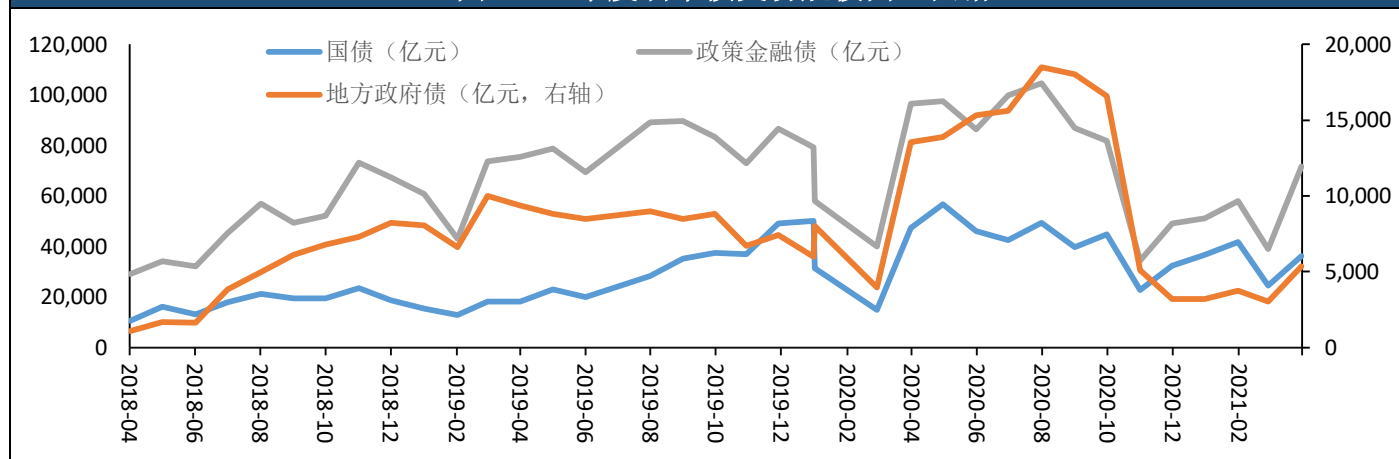


数据来源：中诚信国际整理

（二）二级市场：交易规模同比回落，收益率先升后降

一季度，在地方债发行大幅缩量、央行操作较为谨慎的背景下，债市交投情绪较为冷淡，利率债整体交易规模较去年同期下降 9.63% 至 28.31 万亿元，地方债交易规模降幅较高。分类别看，国债交易规模较去年同期增长 9.41% 至 10.25 万亿元，政策金融债较去年同期下降 13.18% 至 16.87 万亿元，地方债由于发行节奏大幅放缓，交易规模较去年同期大幅下降 52.49% 至 1.21 万亿元。3 月，利率债交易规模较 2 月有所回升，国债、地方债、政金债分别较 2 月增长 46.93%、77.43%、83.76%。

图 12 一季度利率债交易规模同比回落



数据来源：中诚信国际整理

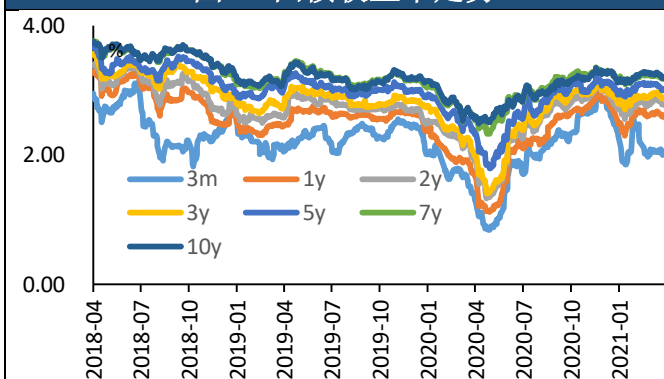
一季度，利率债收益率大致呈先升后降走势，整体小幅上行，截至 3 月 31 日，10 年期国债收益率较去年末上行 4.58BP 至 3.1887%、10 年期国开债收益率较去年末小幅上行 3.34BP 至 3.5672%；但收益率中枢较去年四季度有所下行，且短端下行幅度高于长端，其中 10 年期国债收益率中枢下行 2.54BP 至 3.2076%，一季度波动区间为 3.1%-3.3%。从超长债看，30 年期国债收益率较去年末小幅下行 1.83BP 至 3.7085%，50 年期国债收益率较去年末小幅下行 3.50BP 至 3.7500%。从期限结构看，国债 10 年期-1 年期利差较去年末上行 5.15BP 至 61.17BP。从 3 月较 2 月变化看，利率曲线结束 2 月上行走势、转而下行，10 年期国债收益率较 2 月下行 9.11BP、10 年期国开债收益率下行 18.70BP。以 10 年国债的运行轨迹为例，具体可分为三个阶段：

阶段一，窄幅波动期（2021 年 1 月 4 日-2021 年 1 月 22 日）收益率区间[3.1059%，3.1780%]：跨年时点资金面相对宽松，债市收益率整体下行，国债 10Y-1Y 利差波动上行；随后多空因素交织，债市收益率开始呈区间波动状态，一方面冬季疫情反复，避险性情绪升温下利好债券市场，另一方面央行净回笼资金，银行间流动性整体较为紧张，叠加春节前流动性未如期投放，债市整体较为脆弱，10 年国债收益率呈波动状态、方向性较不明显，国债 10Y-1Y 利差波动下行。本阶段 10 年国债收益率达年内新低 3.1059%，波动范围为 7.21BP。

阶段二，整体上行期（2021 年 1 月 25 日-2021 年 2 月 18 日）收益率区间[3.1323%，3.2831%]：1 月下旬，资金面边际收紧，资金利率大幅上行，叠加春节前央行整体投放规模不及市场预期，且明显低于季节性，债市收益率波动上行；节后，由于春节期间海外经济延续修复以及原油等大宗商品价格持续上涨，美国市场通胀预期升温，美债收益率快速上行，受此影响，节后首日国内债市情绪整体偏弱，国债收益率延续上行。本阶段 10 年国债收益率上行至 3.2831%，波动范围为 15.08BP。

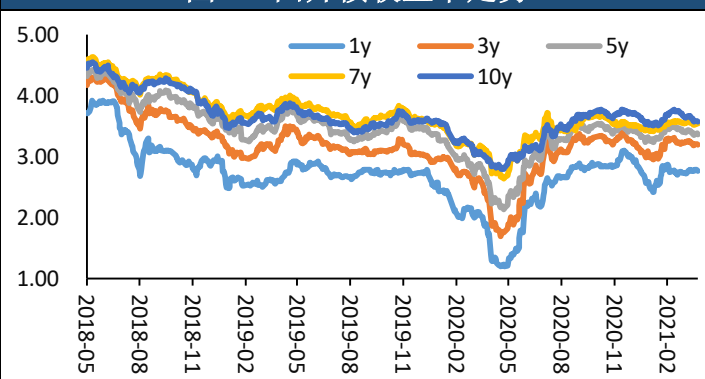
阶段三，波动下行期（2021年2月19日-2021年3月31日）收益率区间[3.1882%，3.2798%]：2月下旬起，10年期国债收益率开始波动下行，主要受以下几个因素影响：（1）央行公开市场虽延续谨慎操作，但整体到期规模较此前有所下降，净回笼资金大幅下滑，资金面转稳，此前流动性利空因素对债市影响减弱；（2）股票市场波动下跌，受股债跷跷板效应影响，债市收益率整体下行；（3）中外冲突事件频发，避险情绪升温下利好债市。本阶段10年期国债收益率下行至3.1882%，波动范围为9.16BP。

图 13 国债收益率走势



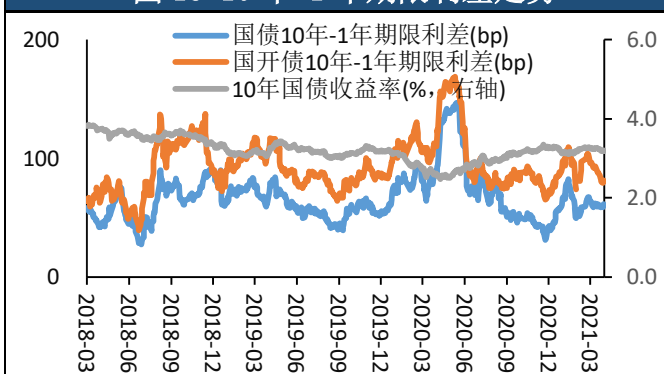
数据来源：中诚信国际整理

图 14 国开债收益率走势



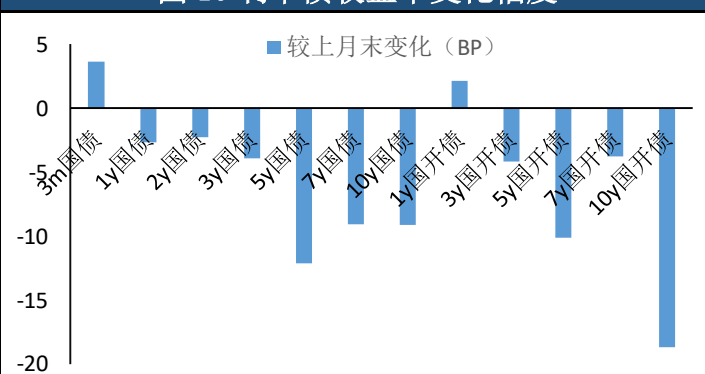
数据来源：中诚信国际整理

图 15 10年-1年期限利差走势



数据来源：中诚信国际整理

图 16 利率债收益率变化幅度



数据来源：中诚信国际整理

图 17 10年国债收益率运行逻辑回顾（2021年1-3月）



数据来源：中诚信国际整理

三、货币政策与流动性展望：货币政策延续稳健中性基调，操作注重精准调节

货币政策坚持国内优先原则，经济延续修复下不会出现明显调整，仍将维持稳健中性基调。从基本面看，一季度 GDP 同比增长 18.3%，环比增长 0.6%，环比增速较去年四季度有所下滑，但低基数效应下二季度经济仍将继续修复；通胀方面，CPI 在翘尾因素拖累减弱及消费动能释放作用下或有所上升，PPI 在需求拉动和大宗商品价格推动下或继续上涨，货币政策大概率不会放松；但同时经济修复进程中结构性问题仍存、复苏基础仍不稳固，叠加通胀预期仍可控，货币政策亦不会大幅收紧。从外部环境看，伴随疫苗接种范围进一步扩大以及美国财政刺激计划落地，海外经济环境持续向好，叠加近期大宗商品价格持续上涨，通胀水平上升引发市场对货币政策转向担忧，但由于海外经济尚未完全恢复且修复进程中仍存在一定的不确定性，短期内海外货币政策大概率延续当前宽松现状。整体而言，海外环境对我国影响相对有限，我国货币政策仍将坚持国内优先的原则；在经济延续修复仍存在结构性问题的背景下，货币政策调整动力不足，仍将延续稳健基调，继续注重结构性精准导向，加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。

货币政策操作上，未来央行将更加注重政策操作的精准性和有效性，或通过灵活开展公开市场操作的方式精准调节流动性、呵护资金面稳定。央行一季度金融统计发布会指出，密切关注 4 月份财政收支和市场流动性供求变化，综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性进行精准调节，保持银行体系流动性合理充裕，为政府债券发行提供适宜的流动性环境，但这并不意味着货币政策操作要有所放松，从近期央行操作来看，仍以稳为主，3 月精准对冲 1000 亿 MLF 到期，整体小额回笼资金 300 亿元，4 月投放 1500 亿元 MLF，小额缩量对冲 1561 亿元 MLF 到期，或表明当前流动性压力仍在可控范围内，央行操作并无放松迹象；同时，在 3 月国常会强调“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”下，货币政策操作也难以大幅放水，后续或更加注重有效性和精准性。此外，货币政策委员会一季度会议删除“综合运用并创新多种货币政策工具”的表述，表明运用创新性货币政策工具支持实体经济的必要性有所减弱，后续货币政策工具选择上或以公开市场操作、再贷款再贴现等传统货币政策工具为主。

四、利率债展望：利率债将迎供给高峰，年中或现收益率拐点

（一）发行规模预测：年内利率债或仍有 15 万亿待发，二、三季度或迎来供给高峰

利率债全年发行规模或近 19 万亿，年内剩余规模或仍超 15 万亿，二、三季度在地方债集中发行的带动下或将迎来供给高峰。根据我们测算¹，全年利率债发行规模或达到 18.75 万亿元、略低于去年。分类别看，国债全年或发行 6.5 万亿元，年内剩余 5.06 万亿元；政策金融债全年或发行 5.23 万亿元，年内剩余 3.66 万亿元；地方债全年或发行 7.02 万亿元，年内剩余 6.63 万亿元，在一季度专项债仅发行 264 亿元、今年专项债额度仅略低于去年的背景下，二、三季度地方债发行节奏或有所加快，带动利率债整体供给规模大幅增加。

表3 2021年利率债发行结构预测（单位：万亿元）

¹ 测算方法见《货币政策由宽转稳利率债发行放量，收益率或于三季度逐步筑顶至 3.5%——利率债 2020 年回顾与 2021 年展望》，2021 年 1 月 18 日

利率债类别		全年	一季度	二季度	三季度	四季度
		预计发行规模	实际发行规模	预计发行规模	预计发行规模	预计发行规模
国债		6.5	1.44	1.68	1.69	1.69
政策金融债		5.23	1.57	1.76	1.2	0.7
地方政府债	置换债券	0	/	/	/	/
	再融资债券 (偿还债券类)	2.4	0.35	0.84	0.84	0.37
	新增债券	一般债	0.01	0.28	0.27	0.27
		专项债	3.8 (含 0.15 万亿中小银行额度)	0.0264	1.09	1.34
	合计		7.02	0.3864	0.3864	2.21
总计		18.75	3.40	6.16	3.40	5.65

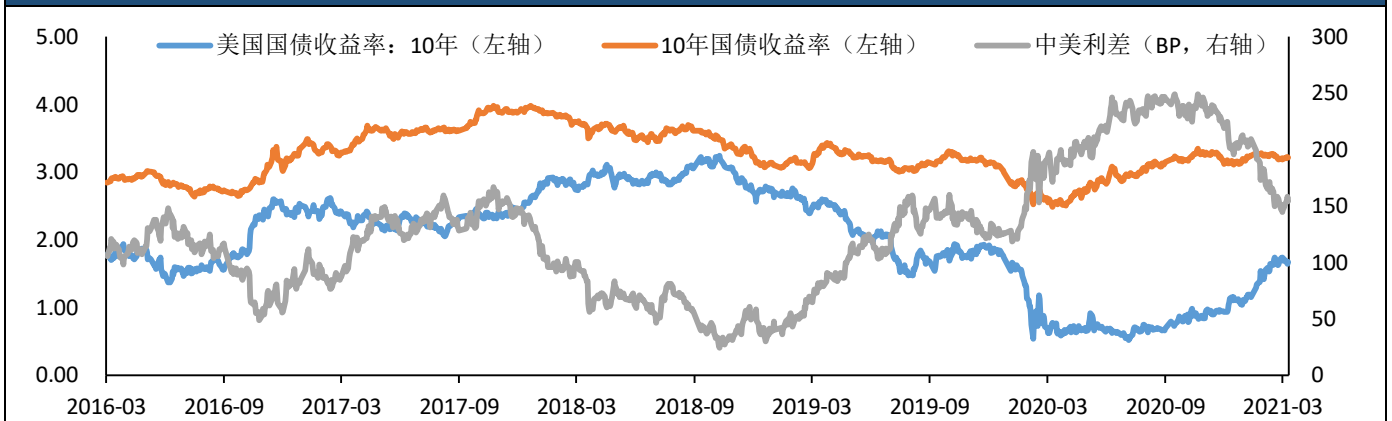
(二) 收益率走势：二季度或逐步筑顶至 3.3% 左右，下半年存在回落可能

年内收益率走势将更多聚焦国内影响因素。从基本面看，国债收益率周期与基本面紧密相连（见图 18），基本面仍是判断收益率大周期的关键。上半年我国经济运行或在低基数效应下继续修复，市场对基本面的预期较为一致，且基本面修复过程较难超预期，因此上半年对收益率较难形成明显的下行推动；但由于经济增长中的结构性问题仍存，复苏基础并不稳固，下半年起修复动力或不足，全年呈现前高后低，对债市影响也将呈现“短空长多”特点，是影响收益率的重要因素。从流动性看，在今年新增专项债下达额度较晚、一季度发行规模较低背景下，二季度起地方债供给压力将较一季度明显增加，但从当前披露的地方债发行计划看，整体节奏仍然偏慢，或表明 5 月以后地方债集中发行导致的资金面压力或进一步加剧；根据测算（表 3），二、三季度将迎来利率债供给高峰，叠加三季度 MLF 到期规模较大，未来半年流动性压力或逐步增加，或对债市有一定扰动。债市信用风险方面，伴随经济延续修复，信用周期开始转换，融资环境边际收紧，且在年内信用债到期规模较大的背景下，信用风险仍有释放压力，需关注对债市的扰动。海外方面，在疫苗加速落地、前期财政刺激计划出台等因素影响下，美国经济延续修复，通胀预期下美债收益率快速上行，中美利差快速收窄至 150BP 附近，海外资本流出压力逐步加大；但当前美国经济修复节奏有所放缓，新一轮基建刺激计划落地仍需时日，叠加美联储对前期美债收益率大幅上行加大付息压力的担忧，美债收益率继续大幅上行动力不足，或继续围绕当前水平窄幅波动；在此背景下，后续中美利差及海外资金流向或更多的受我国债市收益率的影响。

从收益率走势判断，二季度或呈波动上行走势，高点或在 3.3% 左右；下半年在经济修复动力减弱、流动性扰动持续加大、信用风险仍有释放压力等因素作用下，货币政策操作或较上半年边际小幅放松，收益率或止升转降。二季度，经济数据或继续向好，地方债集中发行下流动性压力或较一季度进一步加大，债市收益率整体或呈现波动上升态势，但上行空间或有限。从月度走势看，4 月虽是传统税收大月，但地方债发行仍不及预期、MLF 到期压力也较小，且央行一季度金融数据发布会表示“密切关注 4 月份财政收支和市场流动性供求变化”以及“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”，因此 4 月收益率上行动力或不足；而 5 月份后经济数据或依然强劲，地方债发行节奏或将进一步加快，但在央行“关注大宗商品价格走势”等考量下，流动性投放力度大概率不会加大，收益率或出现

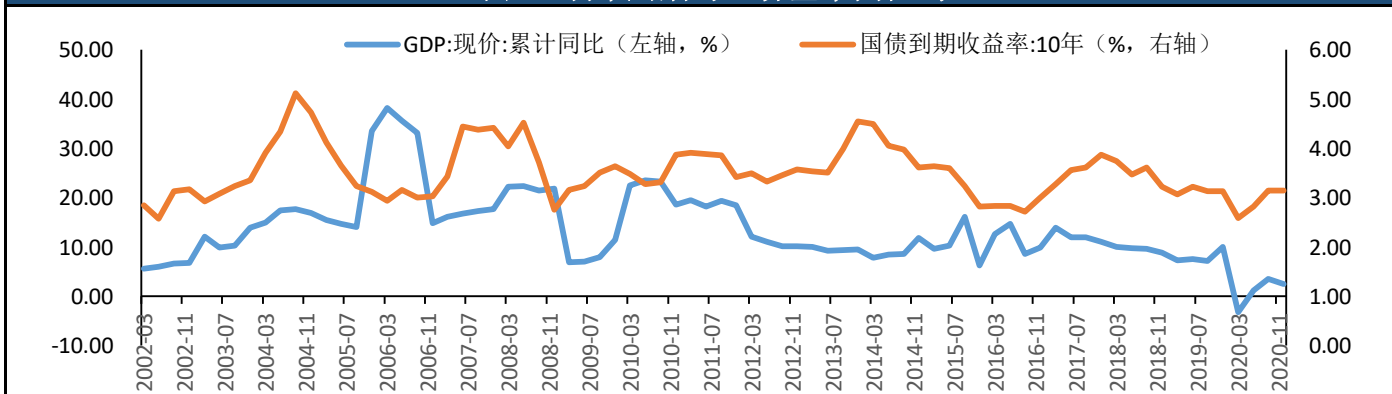
小幅上行，年内高点或位于 3.3% 左右。**三季度起**，考虑到下半年基数效应弱化经济改善幅度难超预期、流动性扰动持续加大以及信用风险仍有释放压力等多重因素下，央行货币政策操作或较上半年边际放松，收益率或开启下行通道；与此同时，在美债收益率上行动力不足下，中美利差或在二季度我国国债收益率上行的带动下小幅走阔，海外资金或再次加速回流，支撑我国债市行情；此外，从机构配置情绪看，信用周期转换、社融收缩大背景下，股债相对回报差异明显，债券或更具有配置价值，亦或对下半年收益率回落有一定支撑。

图 18 中美 10 年期国债利差



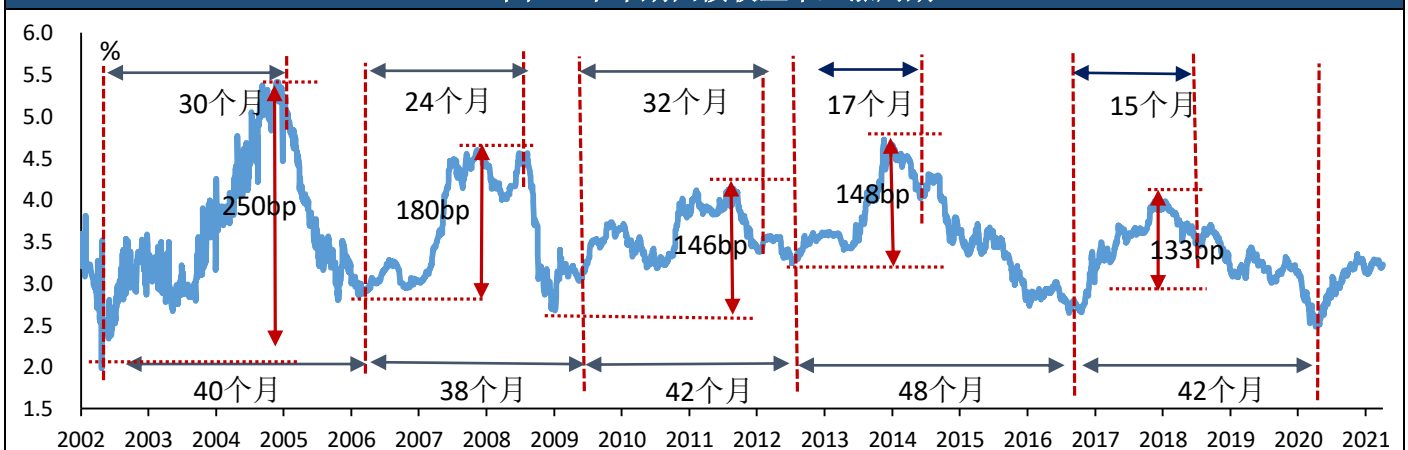
数据来源：中诚信国际整理

图 19 利率周期与经济基本面挂钩



数据来源：中诚信国际整理

图 20 十年期国债收益率上涨周期



数据来源：中诚信国际整理